

## ZAVIROVANÉ TRHY

Původní verzi tohoto dopisu akcionářům jsem napsal v polovině února na téma Riziko. Toto obecnější téma jsem nosil delší dobu v hlavě a rozhodl jsem se ho využít, protože se na trzích nic moc zajímavého nedělo. Dnes je tomu těžké uvěřit, ale žádný z hlavních problémů, které dnes tíží akciové trhy, nebyl tenkrát na stole. Podle pravidelného průzkumu Bank Of America investoři v té době za největší zdroj rizika považovali listopadové prezidentské volby v USA.

Sotva však inkoust na mém dopise stačil zaschnout, chod času se zrychlil a na trzích se začaly dít velké věci. Původní verzi jsem tedy zahodil a napsal novou, která se věnuje aktuálnímu dění na trzích. Je sice delší než obvykle, ale pokud možno co nejvíce konkrétní. Do určité míry shrnuje i náš webinář z minulého týdne.

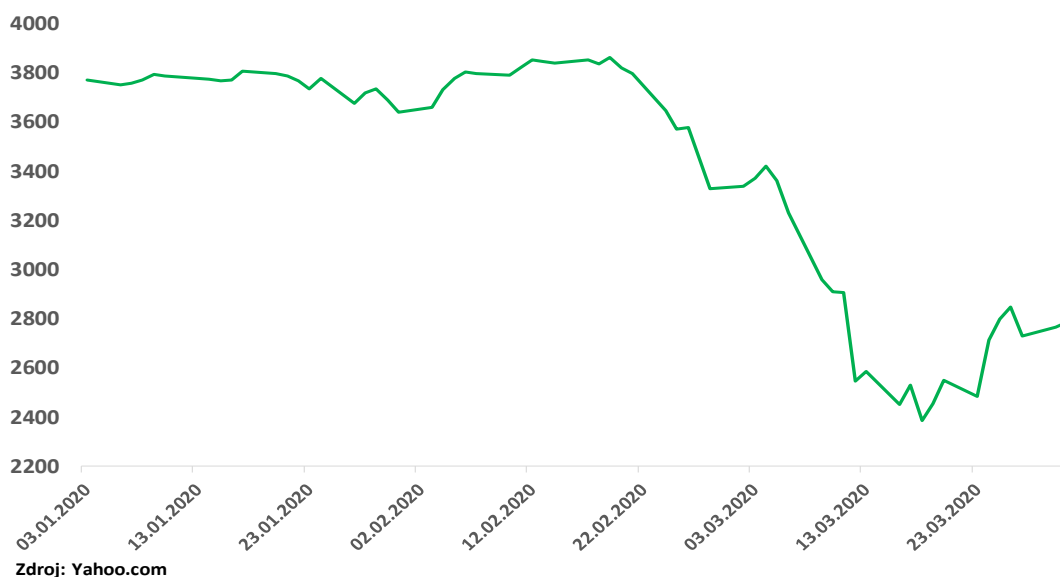
V půlce února se vědělo, že se v Číně pohybuje nový virus. Současně se ale také vědělo, že za posledních 20 let jde již o dvanáctou globální

epidemiologickou hrozbu. Některé z těch předchozích měly také původ v Číně, ale jejich dopad na zdraví lidí v jiných zemích a také dopad na akciové trhy byl minimální. Tentokrát se však virus rozšířil do celého světa a s tím zasáhl i akciové indexy.

Ty si prošly poklesem o 30-40 % během jednoho měsíce a pro některé z hlavních trhů šlo o největší jednoměsíční pokles v historii. Zajímavé je, že v zemi původu, v Číně, poklesly akcie jen asi o 12 %. V nejméně zasažené evropské zemi, Itálii, asi o 42 %, což je jen o málo více než v Koreji, kde se virus rozvinul jen mírně. Japonské akcie poklesly asi o třetinu, podobně jako americké. Přitom v Japonsku není virus moc rozšířen, zatímco v USA se teprve naplno rozjízdí.

Říct, že investoři na celém světě jsou tímto vývojem zaskočení, by asi bylo slabé slovo. Stejně zaskočena je i veřejnost a především manažeři firem. Ti dnes musí přeskupit své priority a řešit problémy, o kterých se jim před

Graf: Vývoj evropského akciového indexu Eurostoxx 50



pár týdnů ani nesnilo. Pro zvládnutí situace jednotlivými firmami budou rozhodující dvě věci. Za prvé, jak se management dokáže přizpůsobit nové situaci a za druhé, jak velký manévrovací prostor má. Ta druhá se mi zdá klíčová.

Na vývoj akciových trhů dnes působí pět hlavních vlivů. Jsou to virus, cena ropy, úrokové sazby, horší dostupnost kreditního a úrokového financování a podpora států a centrálních bank. První dva vlivy jsou primární. Vznikly samy o sobě a nezávisle. Druhé dva jsou sekundární a jsou vyvolané prvními dvěma. Poslední je potom reakcí na současný vývoj. Co se týče historie, k prvnímu nemáme precedent. K těm dalším ano a dá se s nimi lépe pracovat.

### Virus

Vliv virové epidemie vidíme všude kolem sebe. Značná část ekonomiky stojí. Nikdo neví, jak velký je momentálně pokles její výkonnosti, ale v zemích s celoplošnou karanténou bude po dobu jejího trvání zcela jistě v řádu desítek procent. 10, 20, 30, možná více? Těžko říct. Bude to ale opravdu hodně. Jakmile začnou chodit ekonomické statistiky, které již budou zachycovat dopad těchto restrikcí, čísla budou tak špatná, že to bude na první pohled vypadat, že jde o chybu. Klíčová bude především doba, po kterou bude tento stav trvat.

Rád používám sportovní analogie. Zde je jedna další. Když vrcholový sportovec vypadne z tréninku na týden, může potom znovu naskočit do svého původního tréninkového plánu. Když vypadne na měsíc, musí ho předělat a vrátit se v přípravě o kus zpátky. Když vypadne na tři měsíce, může rovnou odepsat většinu sezóny. S restartováním ekonomiky to bude podobné. Čím delší výpadek, tím horší bude restart, protože řada

firem a živností už znovu neotevře a skokový nárůst nezaměstnanosti se bude snižovat jen postupně.

### Cena ropy

Trochu ve stínu virové epidemie proběhl krach na trhu s ropou. V počátku roku jí byl na trzích mírný přebytek, když těžba o něco převyšovala poptávku. Nicméně i přesto se OPEC uvnitř i spolu s Ruskem nedohodli na omezení těžby. Naopak, furiantsky se předhánějí v tom, kdo déle vydrží nízké ceny. Saudská Arábie se dokonce rozhodla těžbu zvýšit. Jelikož poptávka díky nastupující recesi na přechodnou dobu výrazně poklesne, bude přetlak ropy na trzích ještě větší než dnes. Očekáváme, že denní spotřeba 101 miliónů barelů může na dva měsíce poklesnout o 15-20 %. To by znamenalo, že se vytěží řádově miliarda barelů přebytečné ropy. To je tak obrovské množství, že ji není kde uskladnit a výrobci ji budou chtít prodávat téměř za jakoukoliv cenu.

Krátkodobě tedy zůstane cena ropy velmi nízko. Postupně se však poptávka bude vracet na normální úroveň a především bude klesat těžba. Při současné ceně ropy se totiž skoro nikomu nevyplatí do nové těžby investovat. Bez potřebných investic bude objem těžby postupně klesat. Pokles výtěžnosti stávajících kapacit se pohybuje řádově kolem 5 % ročně. To znamená, že každý rok je potřeba uvést do provozu nové těžební kapacity přibližně na 5 miliónů barelů denně. Do toho se teď nikdo nepohne. Ropné společnosti už houfně oznamují osekávání investic a přepínají do módu „snaha o přežití“.

Investice do nové těžby se rozjedou až tehdy, když bude cena ropy natolik vysoká, že pokryje nejen těžební náklady, ale také poskytne

Graf: Vývoj ceny ropy Brent (USD/barrel)



Zdroj: <https://fred.stlouisfed.org/series/DCOILBRETEU>

dostatečné výnosy z investovaného kapitálu. Časová odezva na straně nabídky je pomalá, ale jistá. Cena ropy se postupně zvedne na úroveň, která dokáže vybalancovat nabídku a poptávku. Podle našeho názoru je to výše než 50 dolarů. Možná o dost výše.

Proč je to důležité? Pokles těžby a osekávání velkých investic přinese depresi do několika odvětví. Nejen těžby ropy, ale také dodavatelských oborů, oborů kapitálového a investičního zboží a některých částí výrobních sektorů a dopravy. K celé situaci máme precedent z období po roce 2008 a po roce 2015. Teď nás čeká replay.

### Úrokové sazby

Jednou z prvních reakcí na virovou epidemii ze strany centrálních bank bylo snižování úrokových sazeb. V Japonsku či EU už se jim do toho moc nechtělo, protože tam si centrální banky uvědomují, že záporné sazby sice teoreticky dál snižovat jdou, ale jejich efekt je hodně sporný. K nejvýraznějšímu snížení sazeb došlo v USA. Nízké sazby působí na všechny ekonomické subjekty. Na některé kladně, na jiné záporně a celkový dlouhodobý dopad

sazeb kolem nuly je stále nejasný. Sektor, kterému ale nečekaně a prudké snížení sazeb výrazně uškodí, jsou americké banky, protože jim snižuje úrokové marže a zisk. Americké banky mají v indexu velké zastoupení a pokles jejich cen výrazně přispěl k jeho celkovému poklesu. Očekáváme, že prostředí velice nízkých sazeb tady bude velmi dlouho.

### Kreditní a úrokové financování

Kdykoliv se kola ekonomiky v recesi zadrhnou, okamžitě se ukáže, jak klíčovou roli hraje dluh. Jako zátěž i jako řešení. Některé firmy dnes stojí úplně, některé částečně, a i těm, co běží naplno, se bude nějakou dobu dařit hůř. Zhoršené cash flow s sebou přinese větší požadavky na financování dluhem ze strany firem a poptávka po penězích dramaticky vzroste. Jejich nabídka však není neomezená a cena dluhového financování také bude odrážet mnohem vyšší riziko. Nejlépe je to vidět na následujícím grafu, který ukazuje, jako moc se doslova přes noc zdražilo financování firmám

s neinvestičním ratingem a pokud je vůbec dostupné, je prohibitivně drahé.

schodek amerického rozpočtu může letos z jednoho biliónu vyskočit klidně třeba na tři

Graf: US High Yield Index Option Adjusted Spread (%)



Zdroj : fred.stlouisfed.org

Když k tomu přidáme v jednotlivých státech enormní rozpočtové dopady, které bude potřeba profinancovat, není divu, že na trzích existuje akutní nedostatek likvidity a především dolaru jako hlavní globální rezervní měny.

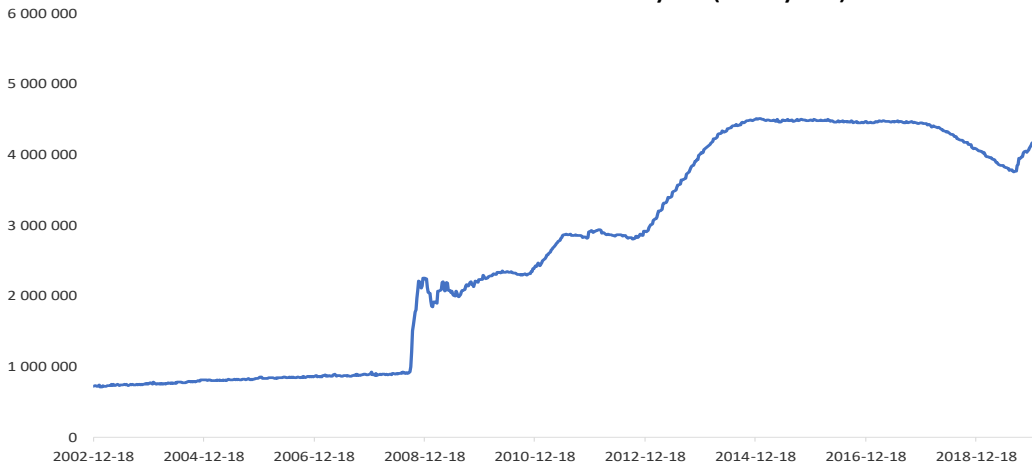
#### Podpora států a centrálních bank

Tato situace má jen jedno řešení. Tím je rozsáhlá rozpočtová podpora doprovázená masivními nákupy dluhopisů (případně dalších aktiv) ze strany centrálních bank. Pokud čtete mé příspěvky na Facebook profilu Vltava Fund, možná jste zaznamenali text z půlky února nazvaný „V žádném případě se nejedná o QE!“. Název byl myšlen ironicky a vysvětloval, že znovu zahájení velkých nákupů státních dluhopisů americkou centrální bankou loni v září bylo vedeno nedostatkem jiných kupců a že FED je a zůstane hlavním kupcem i do budoucna. To teď platí dvojnásob, když

bilióny. Tyto sumy není trh schopen absorbovat a rozvaha FED už to začíná ukazovat. Nepřekvapilo by mě, kdyby na konci roku nabobtnala na 7-8 biliónů. Máme zde QEi – Quantitative Easing to Infinity.

Ostatní státy jsou na tom podobně. V podobné situaci co se týče kreditního a dluhového financování jsme byli i v roce 2008. Tenkrát trvalo několik měsíců, než centrální banky a státy zjistily, co mají dělat. Dnes jsou schopny reagovat okamžitě a také to dělají. V pondělí 23. března oznámila americká centrální banka, že bude nakupovat finanční aktiva v neomezeném množství a současně rozšířila jejich spektrum. Druhý den ráno ve sprše mi došlo, že až se budeme s odstupem času dívat na současné dění na kapitálových trzích, tento okamžik se zřejmě ukáže jako klíčový bod

Graf: Rozvaha americké centrální banky FED (miliony USD)



Zdroj: fred.stlouisfed.org

zvratu – viz můj příspěvek na FB nazvaný „Kormidlo se otáčí“ z 24. března.

Je mi jasné, že ekonomové se budou přít o dlouhodobých dopadech těchto opatření, ale faktem je, že je to jediný možný a účinný nástroj, který je k dispozici a který zamezí řetězení existenčních problémů mezi firmami, bankami a domácnostmi. Už delší dobu žijeme v prostředí tak zvaných „helicopter money“. Pro naše investování nemá žádný význam, co si o tom myslíme. Stavíme se k tomu agnosticky. Bereme to jako fakt a podle toho investujeme.

### Očekávané dopady

Na základě výše popsaného očekáváme prudkou, ale spíše kratší recesi následovanou skoro stejně prudkým zotavováním podpořeným bezprecedentně velkými opatřeními ze stran států a centrálních bank a uspokojováním nahromaděné poptávky. Je docela možné, že později může dojít až k přehřátí ekonomik.

Určitou ukázkou, jak by se mohly věci vyvíjet, je vývoj v Číně. Tam se virus objevil v listopadu a země byla do značné míry během ledna a února v karanténě. Během těchto dvou měsíců poklesly prodeje automobilů o 90 %. V březnu se dostaly na 60 % normálu a očekává se, že v dubnu se téměř vrátí k normálu. Obchody Apple nebo Starbucks, které se na západě zavírají, jsou už v Číně zase otevřené. Čínská ekonomika jako celek už zase nabírá obrátky a březnová hodnota PMI indexu nad hranicí 50 % to potvrzuje.

Dále očekáváme depresi ve vybraných sektorech. Je zřejmé, že ne všechny sektory utrpí během probíhající recese stejně a je také pravděpodobné, že ne všechny se vrátí na původní úroveň. Výletní lodě, cestovní kanceláře, hotelové sítě, aerolinky, ropný průmysl, část finančního sektoru, restaurace, sportovní sázení, sdílená ekonomika a některé další sektory jsou a nějakou dobu budou ve vážné depresi a je možné, že budou i po ní trpět změnou chování spotřebitelů.

Též očekáváme existenční problémy některých firem. Pro finanční odolnost firem používáme tři testy. Prvním je Cash flow test. To znamená, že společnost musí generovat dostatek cash flow na pokrytí svých závazků. Druhým je Rozvahový test. To znamená, že společnost má dostatek likvidních aktiv na pokrytí pasiv. Tento test používáme především u finančních společností. Třetím testem je Dostupnost externího financování. Nejhůře teď dopadnou ty společnosti, které nikdy nesplňovaly první a druhý test a spoléhaly se na to, že je trh bude vždy ochoten financovat. Tato podmínka teď může být pro mnoho firem nedosažitelná a při zhoršeném cash flow prakticky všech společností může být rozhodující. To platí napříč všemi odvětvími, zeměmi, typy vlastnictví i pro různé velikosti firem.

#### **Portfolio management v této době**

Pojďme teď obrátit pozornost k našemu portfoliu a k tomu, jak by měl v této době vypadat portfolio management. Uvedu příklad z mikrosvěta. Kdybych se zašel podívat tady v Brně do obchodního centra Olympie, najdu zřejmě všechny obchody zavřené. Kdybych si měl vsadit na to, komu z nich se bude dařit v budoucnosti nejlépe, tak bych se nezabýval sortimentem zboží, úrovní služeb nebo cen. Na prvním místě by mě zajímalo, který z těchto obchodů se po této krizi znovu otevře. Asi ne všechny. Toto je pro nás momentálně klíčové kritérium i v makrosvětě – tedy ve světě veřejně obchodovaných společností. Zajímají nás ty, které nejen že přežijí, nebudou dlouhodobě postiženy, ale dokonce mohou z této krize vyjít i posíleny díky tomu, že někteří z jejich konkurentů mezi tím odpadnou.

Je asi pravda, že by některé akcie měly být o 50, 100 či dokonce v některých případech o 200 % výše, a taky tam velice pravděpodobně za čas budou. Abychom z toho však mohli těžit, potřebujeme mít především jistotu, že tyto společnosti nejen že přežijí, ale budou i nadále prosperovat. Na to se teď soustředíme nejvíc. Za normálních okolností hledáme u společností nějakou konkurenční výhodu. Dnes nás zajímá jiná výhoda. Darwinovská. Investory momentálně fundamenty moc nezajímají. Převládají emoce a transakce vyvolané potřebou likvidity. Pozornost se k nim vrátí, až budeme na druhé straně zavíraného údolí.

#### **Finanční síla a odolnost našich společností**

V první řadě nemáme v portfoliu nic, co by bylo v první bojové linii. Nemáme cestovní ruch, aerolinky, hotely, ropný průmysl ani jeho nejbližší dodavatele, restaurace, kapitálové a investiční zboží, americké banky a podobně. Nemáme také žádnou společnost, která by se musela spoléhat na financování ze strany trhu. Všechny naše společnosti jsou dlouhodobě a trvale ziskové a očekáváme, že i ziskové zůstanou. Navíc jsou finančně silné. Rozdělil jsem je do čtyř skupin.

V první skupině jsou společnosti, které drží velkou sumu čisté hotovosti. Sem patří Berkshire Hathaway (125 miliard USD), Samsung (70 miliard USD) a BMW (17 miliard EUR). Dohromady tvoří 31 % portfolia. Z toho



samotná Berkshire Hathaway 17 % a pokud existuje společnost, která přežije doslova všechno, pak je to právě tato. Takový Keith Richards korporátního světa.

Druhou skupinu tvoří finanční společnosti Sberbank, Markel a Credit Acceptance. Sberbank má vlastní jmění 70 miliard USD, loňský čistý zisk 14 miliard USD, Tier 1 kapitalizaci na úrovni nejlepších amerických bank JP Morgan a Bank of America, mnohem nižší páku 6,6 a na trhu, na kterém působí, tržní postavení nejsilnější ze všech velkých bank světa.

Markel je pojišťovna. To jsou typy firem, jejichž závazky pocházejí z budoucích vyplacených škod. Bývají rozloženy až na několik desetiletí. Nemají kapitálové výdaje a nepracují s velkým dluhem. Markel konkrétně má dluh 3,9 miliardy se splatností až 30 let a likvidní aktiva ve výši 22 miliard.

Credit Acceptance je specialty finance company financující se způsobem běžným pro tyto společnosti. Podíl vlastního jmění na celkových aktivech je 30 %, což je v tomto odvětví vysoké číslo a snižuje potřebu práce s dluhem. Společnost má v současné době více kapitálu, než je schopná efektivně využít v podnikání, o čemž svědčí předčasné prosincové a únorové splacení dluhopisů splatných v letech 2021 a 2023.

Do této skupiny společností patří i S&U a

Burford, ale tyto pozice jsou malé a nemají materiální dopad. Celkem tvoří tato skupina 22 % portfolia.

Třetí skupinu tvoří společnosti s malým dluhem. Patří sem Alimentation Couche-Tard (čistý dluh k EBITDA 1,5), Babcock International (1,4), Crest Nicholson (minus 0,3), Magna International (0,7) a WH Smith (0,9). Tato skupina tvoří 26 % portfolia.

Čtvrtou skupinu tvoří dvě společnosti, které mají dluh vyšší než naše ostatní společnosti, ale stále nijak zvlášť vysoký ve srovnání s trhem a s odvětvími, ve kterém působí. Patří sem LabCorp (2,8) a Teekay LNG Partners (6). K LabCorp se ještě vrátíme později. Co se týče Teekay LNG Partners, dluh se může zdát vysoký, ale při bližším zkoumání zjistíme, že je přijatelný. Tato společnost vlastní 48 LNG tankerů na přepravu kapalného plynu. Některé její kontrakty mají délku 25 let, což je životnost těchto lodí. Průměrná délka kontraktu je 15 let. Teekay nemá žádné investiční projekty vyžadující financování. Hlavní problém, který management řeší, je, zda z velkého cash flow, které lodě produkují, splácet dluh rychleji, odkupovat agresivněji vlastní akcie, či udělat tendr na preferenční akcie. Tyto dvě společnosti zastupují 13 % portfolia.

Do sta procent ještě chybí náš podíl v japonském indexu Nikkei 225.

## Dopad recese na podnikání firem v portfoliu Vltava Fund

Znovu jsem společnosti rozdělil do čtyř skupin. První skupinu tvoří společnosti, které mohou na recesi vydělat. Patří sem Berkshire Hathaway, Credit Acceptance a Markel a dohromady tvoří 29 % portfolia. Všechny tři vydělaly na recesi v roce 2008 a je možné, že vydělají i na té současné.

Jak jsem již uvedl, Berkshire drží 125 miliard hotovosti. Ještě nedávno za to byl Buffett některými kritizován. Bylo to vydáváno za jeho neschopnost peníze investovat. Dnes mu tuto obrovskou sumu všichni závidí. V roce 2008 to bylo podobné. V roce kreditní krize, kdy i bonitní firmy doslova škemraly o každý dolar, byl Buffett jediný, kdo disponoval velkou sumou hotovosti. Během roku 2008 zainvestoval 48 miliard, z toho polovinu během jediného týdne na dně krize v říjnu. Tyto nákupy přinesly akcionářům Berkshire v následujících letech velké zisky. Myslím si, že teď se bude historie opakovat. Buffett je zase jediný, kdo má velké peníze nazbyt a ceny jsou velmi atraktivní. Určitě aktivně nakupuje jak vlastní akcie Berkshire, tak akcie jiných firem a telefon mu vyzvání s nabídkami na velké transakce. Jsem velmi rád, že šestina našeho portfolia je investována právě zde.

Akcie Berkshire mají ojedinělou kombinaci očekávaného výnosu a rizika. Podnikatelské

riziko Berkshire Hathaway je daleko nejnižší ze všech velkých veřejně obchodovaných společností a její business model je mnohem odolnější než business model jiných společností. Jinými slovy, Berkshire bude dál prosperovat i v dobách, kdy dnešní lídři akciového trhu už jeho lídry dávno nebudou. Berkshire Hathaway je jeden z nejužasnějších příběhů akciových trhů historie. Příběh, který bude ještě dlouho pokračovat, a Vltava Fund je jeho součástí.

Na Velké finanční krizi z let 2008-2009 vydělala i Credit Acceptance. Schválně se podívejte do její výroční zprávy, jak společnosti v té době neuvěřitelně narostly zisky. Je to dáno tím, že její business model je jiný než u její konkurence a dává jí šanci vytěžit nejvíce z dob, kdy ostatní mají potíže s financováním. To může být právě teď.

Markel jako pojišťovna stojí částečně stranou současné krize. Má svůj vlastní život a cyklus a jedním z klíčových ukazatelů je množství kapitálu v celém odvětví. Ten teď bude hůře dostupný, sazby pojistného budou mít tendenci růst a těžit z něho budou ty pojišťovny, které ho mají dostatek. Markel mezi ně patří. Má velký kapitál k dispozici a velkou kapacitu navýšit objem předepsaného pojistného, které v současnosti činí jen 45 % z vlastního jmění ročně. Markel je v ofenzívě a dokazuje to i fakt, že před dvěma týdny, tedy již v období prudce klesajících cen akcií, uzavřel další ze svých akvizic.

Druhou skupinu tvoří společnosti, kde očekáváme omezený dopad. Patří sem Alimentation Couche-Tard, Babcock International, Teekay LNG Partners a LabCorp. Dohromady tvoří 23 % portfolia. Stejně jako Markel je v ofenzívě i kanadská Alimentation





Couche-Tard. Momentálně jedná o akvizici australské společnosti Caltex a nízké ceny jí nahrávají do karet. Před několika lety vyšel životopis zakladatele Alaina Boucharda nazvaný Daring to Succeed. Stojí opravdu za přečtení. Je to úžasná společnost.

Babcock je britská společnost, jejímž většinovým zákazníkem je britská vláda. Některé vojenské programy či programy týkající se jaderné energetiky se plánují na desetiletí dopředu a dál normálně běží. Navíc britská vláda své faktury vždy proplácí.

O Teekay jsme již psali a k LabCorp se ještě dostaneme.

Třetí skupinu tvoří společnosti, u nichž očekáváme negativní, ale ne příliš výrazný dopad. Patří sem Samsung, Sberbank a Crest Nicholson. Samsung je globální jednička ve všech čtyřech oborech svého podnikání. Její hlavní business, tedy polovodiče a paměti, jsou momentálně ve stoupající fázi cyklu. Ostatní obory si projdou recesí, ale pozice společnosti zůstane minimálně stejně silná jako dosud.

U Sberbank máme precedent asi pět let starý. Když Rusko napadlo Ukrajinu, celá země se ocitla v recesi, pod sankcemi, současně zkolabovala cena ropy i kurs rublu a úrokové sazby překročily 15 %. I v tomto prostředí zůstala Sberbank zisková a to dokonce v každém jednotlivém čtvrtletí. Její výnos vlastního jmění v nejhorším roce 2015 přesáhl 10 %. Co by za to dala většina evropských nebo japonských bank v době konjunktury. Současná recese bude v Rusku mírnější a dopad na výsledky Sberbank by měl být mnohem menší. Akcie Sberbank by také měly velmi profitovat z pozdějšího postupného růstu ceny ropy.

Crest Nicholson je společnost, která v Británii staví rodinné domy. Momentálně je celý sektor zakonzervován kvůli virové karanténě v zemi. Poté by se měl zase vrátit k normálnímu provozu.

Poslední skupinu tvoří společnosti, u kterých bude dopad recese výraznější. Patří sem BMW, Magna a WH Smith a tvoří 19 % portfolia.

Většina automobilek má část svých továren na přechodnou dobu uzavřenou. Týká se to i BMW. 40 % její výroby stojí. V podobné situaci je Magna jako dodavatel všech velkých automobilek. Její výroba běží jen na půl plynu. Celý sektor by se měl po odeznění epidemie vrátit k výrobě, tak jak se to nyní děje v Číně. Pro letošek však očekáváme celosvětový pokles prodeje automobilů asi o 10 %. Ze všech automobilek má nejsilnější finanční sílu BMW společně s Toyotou a z velkých dodavatelů možná právě Magna.

WH Smith je asi z našeho portfolia postižena nejméně. 27 % jejích tržeb pochází z obchodů na letištích a navíc je část městských obchodů v Británii uzavřená kvůli karanténě. Letošní rok tedy můžeme z hlediska ziskovosti v podstatě odespat. Na dlouhodobé schopnosti společnosti vydělávat vysoké výnosy kapitálu se do budoucna asi moc nezmění.

Lidé mívají obecně tendenci přeceňovat význam současných událostí ve srovnání s minulými. Z lidského i hospodářského hlediska není koronavirová epidemie ani nastupující recese nic příjemného. WH Smith však byla založena v roce 1792, a když se nad tím zamyslíme, za tu dobu jak samotná společnost, tak lidstvo museli projít mnohem těžšími zkouškami, než jakou procházíme nyní.

Kdybych to měl všechno shrnout, společnosti, které držíme, jsou dlouhodobě velmi ziskové, finančně silné a soběstačné, nemusí se

druhé. Myslím si, že by to ale bylo zbytečné, protože je to na první pohled zřejmé. Takže alespoň jeden příklad za všechny.

Graf: Vývoj ceny akcie Laboratory Corporation of America Holding, LabCorp



Zdroj: Yahoo

spoléhat na financování ze strany trhu a podnikají v odvětvích, které nepatří k těm nejvíce postiženým recesí a virem. Naš dlouhodobý odpor k tomu, abychom kupovali společnosti finančně slabé, neziskové a spoléhající se na ochotu trhu kdykoliv je financovat, se teď vyplácí. V situacích, kdy akciové trhy za měsíc odepíšu 40 %, padá všechno, včetně finančně silných společností. Tomu se vyhnout nejde. Ze střednědobého pohledu je pravděpodobné, že se jejich business vrátí do běžných kolejí a je také možné, že některé z nich na recesí i vydělají. Velkou roli v tom bude hrát schopnost jednotlivých společností adaptovat se na změny, které život přináší. Jsme v kontaktu s managementy našich společností a vývoj velmi pozorně sledujeme. Kdyby bylo potřeba, budeme hned reagovat.

### LabCorp

Další část bych klidně mohl věnovat tomu, jak jsou naše akcie levné a ukazovat to na jedné po

LabCorp je společnost, která vlastní největší síť lékařských laboratoří v USA a navíc provádí testování nových léků pro farmaceutické společnosti. Je to tedy business, který asi recesí dlouhodobě postižen nebude. Přechodně ano, protože lidé odloží některá preventivní vyšetření a odebraných vzorků k testování bude na nějakou dobu o něco méně. Jinak se ale nedá čekat, že by se lidé najednou přestali o své zdraví starat, nebo že by najednou přestali mít nemoci. Mimochodem LabCorp testuje asi 500 000 vzorků denně (patologických, histologických i cytologických) a dělá asi 5000 různých testů včetně toho na koronavirus. LabCorp má také databázi výsledků 35 miliard laboratorních testů týkajících se poloviny americké populace, což přináší velkou přidanou hodnotu při vývoji a testování nových léků, testů a terapií.

Navíc je možné, že LabCorp vydělá na recesí díky tomu, že se urychlí konsolidace odvětví. Některé slabší řetězce laboratoří, případně malé laboratoře patřící lokálním lékařským

praxím, zřejmě během recese zaniknou nebo budou koupeny většími hráči. Tržní podíl LabCorp bude patrně za pár let větší než dnes.

LabCorp je tedy stabilní, necyklický, recesi minimálně dotčený business s nejbližší splátkou dluhu až v roce 2022. Cena jeho akcií však minulý měsíc zaznamenala pokles až o 45 %.

Toto nemá moc společného se skutečnou hodnotou společnosti. Pokud ano, pak by to v zásadě znamenalo, že se investoři domnívají, že zisky LabCorp klesnou navždy téměř o polovinu. To není moc pravděpodobné.

Akcie LabCorp nebyly drahé před tímto poklesem, na jeho konci se však obchodovaly s velmi nízkým PE 9. Tato situace nebude trvat věčně. Až se situace na trzích uklidní a investoři začnou opět více vnímat fundamenty jednotlivých firem, ceny akcií je znovu začnou zohledňovat. Pokud by se měla cena akcie LabCorp vrátit do obvyklých hodnot, musela by z březnového minima vyrůst o 80 %. To jsou potenciální výnosy, o kterých uvažujeme dnes při pohledu na ceny některých akcií. LabCorp přitom není zdaleka něco výjimečného. Je to spíše takový střed atraktivity.

### Změny v portfoliu

Během dvou let 2018-2019 jsme koupili jen dvě nové akcie. Minulý měsíc jsme koupili čtyři. Záměrně je neuvádím v předchozím textu, protože ty pozice jsou zatím menší a ještě je hodláme budovat. Svou kvalitou a finanční odolností zapadají dobře do našeho portfolia. Všechny jsou v USA. Dvě akcie jsme již dříve vlastnili a jsou nám dobře známé. Třetí je novinka a čtvrtá je speciální příležitost s kratší očekávanou dobou držení. Delší čas jsme upozorňovali na to, že skutečnost, že většina

peněz je spravována pasivními nebo skrytě pasivními fondy, bude znamenat, že jakmile z nich začnou investoři ve větší míře vybírat peníze, tyto fondy budou mít problém najít dostatek kupců. To se také během března stalo a zejména ETF, jejichž slibovaná likvidita je mnohem vyšší než likvidita aktiv, které drží, s tím měly velký problém. Nezbylo jim než vyprodávat své pozice téměř za jakékoliv ceny. To přinášelo zajímavé příležitosti a jednu z nich jsme využili. Krásná ukázka toho, jak se může bohatství snadno přesunout z pasivních na aktivní investory. Pokud bude podíl pasivně investovaných peněz dále narůstat, tyto příležitosti se budou objevovat stále častěji.

### Co bude dál?

Bill Miller, jeden z nejúspěšnějších a nejzkušenějších investorů, řekl nedávno v rozhovoru na CNBC toto: „Během svého života jsem zažil čtyři velké nákupní příležitosti. První v letech 1973-74, druhou v roce 1982, třetí v roce 1987 a čtvrtou v letech 2008-2009. Toto je pátá z nich.“

Moje osobní zkušenost je kratší a začíná až rokem 1993. Zažil jsem řadu krizí. První hned v roce 1994, pak mexickou 1995, asijskou 1997, ruskou 1998, dot.com 2000 a tak dále. Podle mého názoru za celých těch 27 let bylo na trzích jen jednou více levnějších investic a ve větším rozsahu než letos na konci března a to na začátku roku 2009.

Dá se čekat, že negativní zprávy z ekonomiky a jednotlivých firem budou ještě nějakou dobu chodit a mohou být mnohem horší než dosud. Trhy se však v podobných situacích většinou otočí o poznání dříve, než se tyto zprávy změní z negativních na pozitivní.



Výhodou akciových trhů je to, že občas hodně klesnou a umožní využít velmi atraktivních cen. Toto jiné třídy aktiv nenabízejí a dokonce ani jiné formy vlastnictví. Zatímco například investoři v nemovitostech nebo v private equity fondech budou díky prakticky nulové likviditě svých investic v době krize spíše jen sledovat, jak moc jejich ceny klesnou a zda je nepotopí dluh, se kterým se zde pracuje, v akciích je možné reagovat okamžitě.

Každý rok analyzujeme několik stovek společností, a když nějaký propad akcií přijde, nemusíme ztrácet čas hledáním příležitostí, víme co kupovat a můžeme to hned realizovat. Přesně to taky děláme. Nesnažíme se odhadovat, kdy nastane dno trhu. To není možné a ani to není důležité. Snažíme se využívat investiční příležitosti, které jsou k dispozici. Pokud je historie na trzích nějakým vodítkem, pak je pravděpodobné, že až se za nějaký čas ohlédneme zpátky, nebudeme chtít skoro věřit tomu, za jaké ceny šlo v této době nakupovat některé akcie. Úplně stejné pocity mám, když se dívám na ceny akcií

z konce roku 2008. Výnosy v následujících dvou letech tomu také odpovídaly.

Dobře si uvědomujeme možnost, že se ve svých úvahách mýlíme. To si uvědomujeme vždy a snažíme se být pokorní vůči dění okolo. Naše strategie není vytesána do kamene. Snažíme se vyhodnocovat vlastní investice. Sledujeme, které věci fungují a které ne, a snažíme se rozlišit, jakou roli v tom hraje náhoda a jakou naše vlastní rozhodnutí. Na druhé straně ale nejsme paralyzováni strachem a nejistou budoucností. Budoucnost je vždycky nejistá a to je dobře.

Warren Buffett v nedávném rozhovoru na CNBC řekl, že koronavirus by neměl mít vliv na to, jak investoři investují do akcií. Nesouhlasím s ním slepě ve všem, ale s tímto výrokem rozhodně souhlasím. Hlavním důvodem, proč mají akcie dlouhodobě vyšší výnosy než jiné třídy aktiv, je to, že jde o majetkové podíly ve společnostech, ve kterých lidé svou prací vytvářejí hodnoty. Na tom se do budoucna sotva co změní.

Daniel Gladiš, duben 2020

Pro více informací

Navštivte [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com)

Napište [investor@vltavafund.com](mailto:investor@vltavafund.com)

Sledujte [www.facebook.com/vltavafund](https://www.facebook.com/vltavafund)

## Disclaimer:

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti jsou založeny na důkladné analýze. Přesto mohou být a pravděpodobně i občas budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích vezměte v úvahu i vlastní názor. Odhad vnitřní hodnoty akcie nutně obsahuje prvky subjektivity a může se ukázat jako příliš optimistický nebo naopak příliš pesimistický. Dlouhodobá konvergence ceny akcie a její vnitřní hodnoty je pravděpodobná, nikoliv však garantovaná.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovědím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat výhledová

prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

**Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.**

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Fond je zapsán na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2020 Vltava Fund SICAV, plc a [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com) – Všechna práva vyhrazena.

**Tento dokument nelze použít v jakémkoliv publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.**